

# 韩国货币政策体系的演化及其借鉴\*

李丕东 魏巍贤

**内容提要** 本文首先分析了韩国货币体系,包括货币政策工具、货币政策的操作目标,中介目标和最终目标在不同历史背景下的转变。进而分析我国入世后,经济进一步开放条件下,货币政策体系面临的主要问题。最后分析了韩国货币政策体系演化过程对我国的借鉴之处。我们的结论是:货币总量是中国现阶段货币中介目标的现实选择,同时应该加强利率的自由化进程,加强公开市场的建设,为货币政策体系的改革作好条件准备。

**关键词** 货币政策 中介目标 操作目标 货币政策工具

**作者简介** 李丕东:男,1980年生,汉族,福建晋江人,厦门大学金融系2002级硕士研究生,

主要研究生方向:金融工程、数量经济;

魏巍贤:男,汉族,厦门大学金融系教授、博士生导师,主要研究方向:汇率经济、

数量经济学和金融工程。

中图分类号:321.6 文献标识码:A 文章编号:1007-6964[2005]02-041012-0850

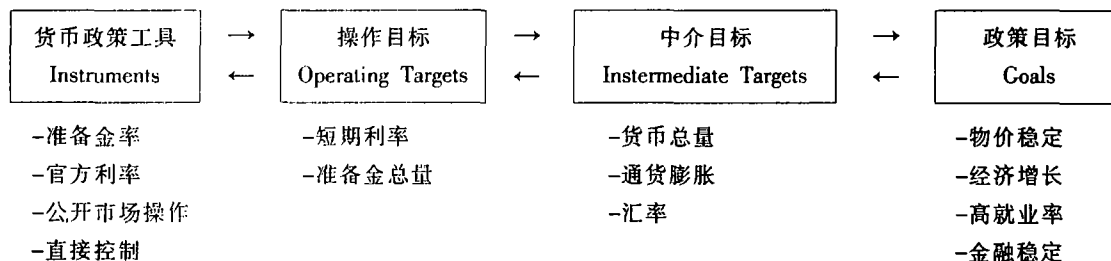
虽然韩国的经济规模、经济体制和开放程度与我国有很大的差别,但其货币政策体系的演化过程同样伴随着金融市场的逐步开放和利率的自由化。韩元的汇率在20世纪60年代到80年代都是盯住美元的,直到80年代才实行盯住一篮子货币,并对经常帐户和资本帐户的某些外汇交易实行自由化。80年代下半叶,韩国的经常帐户连续盈余,通过外汇渠道产生货币供应的急剧膨胀。90年代韩元与美元的汇率开始由银行间的供求关系决定,但对每天的波动率进行了限制。韩国利率的市场化改革也是一个逐步的过程,特别是在公开市场上竞价机制和引入非银行金融机构的竞争方面的改革,活跃了公开市场,使得公开市场操作对短期利率的影响得以实现,而这也是其实现从货币政策的总量调控向价格调控的基础。1997年的货币危机加速了韩国货币

体系改革的步伐,如果说过早的开放金融市场是韩国货币危机的根源的话,那么利率的逐步市场化却是其后货币体系能顺利改革的基础。中国现阶段所处的情况与韩国80年代末很是相似,如存在经常帐户余额对国内货币供应的扩张压力,汇率体制面临转变,利率自由化进程起步不久,总量中介目标逐渐失效,公开市场活跃性有待提高等。研究韩国货币政策体系的演化无疑对我国的货币政策选择有一定的借鉴意义。

从货币政策工具选择到实现政策目标的过程可以分成如图1所示的四个阶段。

\* 本文是教育部人文社科重点研究基地2002-2003年重大项目《入世后我国货币政策的外部环境与现实选择》(项目批准号:02JAZJD790031)的阶段研究成果。

图1 货币政策体系图



注:→表示货币政策意图的传导过程,←表示最终政策目标向前的信息反馈过程。

## 一、韩国货币政策体系的演化过程<sup>①</sup>

### (一)政策目标的演化

韩国银行(Bank of Korea)成立于1950年6月12日。它是韩国的中央银行,负责发行银行券,制定和执行货币信贷政策,运作和管理支付系统,代管国家外汇储备,充当最后贷款人,并依据《韩国银行法》实行有限的监管功能。根据《韩国银行法》规定,韩国银行的首要政策目标是保持物价稳定,这种单一的政策目标从韩国中央成立以来,一直没变。

### (二)中介目标的演化过程

韩国的中介目标选择经历从M1到M2再到MCT,最后停留在核心通货膨胀率的过程。

#### 1.从M1到M2的转化过程

自从韩国成立以来,通货膨胀一直根深蒂固。为了控制通货膨胀,韩国政府于1957年实行了金融稳定计划(financial stabilization program),标志着韩国的货币政策的操作系统开始形成。在这个计划下,政府对M1总量和各个经济部门的货币供应量作出供应上限(supply ceiling)的规定。1965年韩国政府向IMF签署stand-by信贷协议,以应对国际收支赤字和严重的通货膨胀,根据协议,韩国政府必须在IMF指导下制定货币中介指标。当国际收支得到改善后,韩国脱离IMF干预,独立制定并公开宣布M1的增长目标(M1 growth target)。20世纪70年代末,由于实际产出和目标产出的差距较大,M1作为中介指标已经显得不如人意,从1979年开始,M2取代了M1作为主要的货币政策指标(leading monetary indicator),并实行货币中介指标区域(monetary targeting regime)。80年代初,许多国家就放弃了货币总量作

为中介目标。但韩国的货币目标区域却一直保持到90年代中期。其原因在于韩国的利率市场起步相对较晚,金融创新步伐缓慢,M2仍然与价格有较紧密的关系,由于韩国银行的正确操作,总的来说,M2仍然能控制在目标区域内。

#### 2.M2到MCT的转化过程

随着1996年信托帐户系统(trust account system)的整合,M2开始显得不稳定。先前,由于信托资金(money-in-trust)产品没有准备金要求,其收益要高于其他金融产品,因而得到迅速增加。但在进行整顿之后,信托资金产品的增长大幅度下滑,从中流出的资金进入了银行的time&savings deposits,结果推动M2向上的增长趋势。M2的增长从1996年5月显著增加,虽然第一季度能保持在14%的目标水平上,但是5月份就增加到15%,6月份增加到16.2%,第四季度到达18.3%。这样,即使韩国银行保持原有的货币政策姿态,主要货币政策中介指标却受金融存款结构的变化而显著增加,误导公众相信银行正在实行激进的货币政策。这种环境下,韩国推出了能消除金融资产结构变动影响的货币政策中介指标MCT,它包括M2、存款证明(certificates of deposit简称CDs)和money-in-trust。对MCT的时间系列检验证明它是满足主要货币中介指标的必要条件。但1997年2月进行了准备金改革,韩国银行对CDs要求2%的准备金率。这样,CDs的收益率下降,被大量赎回,并流入一个新的投资产品cover bills。这样的结果导致MCT货币中介指标短时期内大幅下降,从1996年12月份的19%下降到1997年5月份的

<sup>①</sup>韩国货币体系的资料来源于韩国中央银行网站:<http://www.bok.or.kr/index.jsp>。

15.6%,逼近增长目标的下限。尽管银行没有改变货币政策的姿态,主要货币政策指标的急速下降犹如韩国银行在执行紧缩的货币政策。

### 3.从 MCT 到核心通货膨胀的转化过程

随着货币总量中介指标的效率下降,通货膨胀目标提上了议程。亚洲金融危机发生后,作为取得 IMF 贷款的条件之一,《韩国银行法》得到修改,于 1998 年 4 月 1 日开始生效,标志着通货膨胀目标的正式采用。但是,实行初期,韩国银行在制定通货膨胀目标之外还设定了一个平均的 M3 增长目标。这是因为过去三十几年,韩国一直运用的货币总量作为中介目标,如果被一下子取消,金融市场可能陷入混乱。而且,考虑到通货膨胀预期仍然受到货币中介指标影响,一个适当的 M3 增长率的公布能够降低公众的不良预期。从 2001 年开始,M3 只作为监控变量,而不是中介目标,这样,真正意义上的通货膨胀目标制形成了。

在指标的选择上,1998~1999 年期间,消费物价指数(CPI)被用作中介目标的指标。2000 年采用了核心通货膨胀(core inflation),它是在消费物价指数的基础上剔除了那些在非预期的外部冲击下,价格容易在短期内发生大规模变化的项目,包括某些非谷物农产品和石油产品,它们的价格受季度因素和国际环境的短期影响较大。在组成消费物价指数的 518 个项目中有 49 项被剔除。

### (三)操作目标的演化过程

1997 年以前的货币政策体系中,中介目标是 M2 和 MCT,与其对应的操作目标是准备金总量。货币政策的操作假定准备金总量和货币总量之间稳定的乘数关系,根据公式可以计算出货币中介目标对应的准备金总量,然后通过公开市场、准备金率等政策工具操作达到。由于货币总量作为中介目标的效率持续减弱,准备金总量作为操作目标的重要性也逐渐变小。1997 年以后,随着通货膨胀目标制度的采用和金融市场的进一步发展,操作目标逐渐过渡到隔夜回购利率(overnight call rate)。然而,操作目标从准备金总量到隔夜回购利率的转变并非一蹴而就。实际上,从 20 世纪 90 年代中期以来,是否应该将利率作为韩国货币政策的操作目标的讨论就一直存在,其主流观点是时机还不成熟。1997 年韩国货币危机发生以后,韩元贬值非常厉害,韩国银行在公开市场上进行操作以提高利率,作为稳定韩元汇率

的手段,结果,公司债券的收益和银行的存贷款利率急速上升。随着高利率时代的到来,多数人就对其动向开始关注。1998 年 9 月 30 日隔夜回购利率目标的下调是其作为正式操作目标的第一例。1999 年初,隔夜回购利率作为货币政策操作目标的地位才被巩固了下来。

### (四)货币政策工具的演化过程

韩国银行的货币政策工具主要有:借款政策(lending policy)、准备金政策(reserve requirement policy)和公开市场操作(open market operations)。它们在不同的时期发挥着不同的作用。

#### 1.借款政策上的主要演化

20 世纪 60 年代中期以前,韩国货币政策调控主要采用直接控制,如总再贴现上限系统(aggregate rediscount ceiling system)。同时,建立选择性的融资体系,将有限的资金投入到关系国计民生的部门。1961 年 2 月颁布“Regulations Governing Export finance”,强化对出口者的融资支持,成为了促进出口导向经济增长的重要手段。1971 年 9 月,为了促使公司财务结构的提高,颁布“Regulation for administering BOK Rediscounts for Bills Relating to Prime Enterprises”,在这个规章下,所有符合 BOK(韩国银行)再贴现的公司根据它们的信用等级和财务结构被分成了两种类型,优先合格(preferential eligibility)和一般合格(ordinary eligibility),前者发行的票据在再贴现上限和利率上会有更高的优惠。到了 1972 年,优先合格的公司占了系统中企业的大部分,根据企业的类型分类的具体的再贴现上限为就取消了。1983 年 4 月颁布“Regulation on Financial Support for Small and Medium-Sized Firms”,支持中小企业发展和高科技发展基金,初级产品保护基金的发展。可见,借款政策主要发挥着直接总量控制和资金导向的作用。

#### 2.准备金政策

韩国银行在 1950 年成立时,就已经建立了法定准备金制度。但是,50 年代初期到 60 年代中期,韩国在高通货膨胀下一直保持着低利率政策。货币政策主要采用直接控制。期间,准备金系统执行的不是流动性调整的功能,而是对直接控制的补充。1981 年 7 月份,一个统一的准备金率被应用于所有的存款,而没有区别 time&savings deposits 和 demand deposit。从 1986 年开始,外贸部门通过大的经常帐户

盈余给货币供给带来扩张的压力。韩国银行为此提高准备金率。90年代,公开市场操作成为主要的货币政策工具,准备金率没有作进一步调整,除了1991年增加3%。1996年以后,为了提高银行间及银行与非银行金融机构之间的公平竞争,同时也为实行间接的货币政策调控方法作准备,平均准备金率连续被下调。为了抹平低准备金率带来的超额流动性,货币稳定债券(monetary stabilization bonds)开始发行。

### 3. 公开市场操作

1950年通过的“Bank of Korea Act”就具体规定了中央银行的公开市场操作。但是,由于金融市场不发达,当时根本无法采用公开市场操作。1961年11月份,“Bank of Korea Monetary Stabilization Bond Act”的颁布推动了韩国公开市场操作的前进步伐。中央银行发行 Monetary stabilization bond(简称MSBs),期限是91天,年利率8%,由国内商业银行承购。但是,由于操作的方法是强制国内商业银行买入,而且利率由韩国银行设定,因此债券无法影响市场利率,而只能影响存款银行的超额准备。另外,由于公开市场的不成熟,很难通过买卖证券对货币供给及时调整。20世纪60年代的公开市场操作不仅缺乏规模还依靠强制出售 monetary stabilization bonds 给银行。因此,它并不能完全利用公开市场的进行操作。从70年代开始,韩国银行就致力于改进公开市场体系。MSBs开始在公开市场竞价,并授权银行和非银行金融机构作为交易柜台以扩大政府债券的买卖操作。另外,韩国于1989年12月份推出了中长期外汇稳定债券(foreign exchange stabilization bonds),以缓解持续经常帐户盈余带来的结构性货币扩张(structural monetary expansion)。从90年代开始,由于相关体系的修补与完善,公开市场操作变得更加活跃。根据市场需求,90年代中期,短期的MSBs和长期的MSBs相继推出。1997年8月后,所有的竞价程序都通过韩国银行线(BOK-Wire)完成。公开市场操作逐渐完善。

## 二、经济进一步开放条件下

### 我国货币政策体系面临的问题

入世后,我国货币政策的外部环境将发生较大的变化,对我国的货币政策体系提出严峻的考验。首先是货币政策的独立性问题。我国的汇率很大程度上是盯住美元的,根据克鲁格曼的“三元悖论”,货币政策

的独立性、资本的自由流动和浮动汇率制度无法同时存在,但随着我国资本项目开放日程表的进展,这个问题将日益突出。其次,货币中介目标的效率趋降。与韩国类似,我国的货币中介目标也走过从直接的信贷控制到间接的货币总量控制的路径,现在我国的货币政策中介目标是M2,Qiao Yu(1997)的实证研究证明中国用货币总量取代银行信贷作为货币政策中介目标的有效性。然而,经济进一步开放下,外资银行的进入,促使了国内金融创新活动的日益活跃,货币需求的不稳定性加强,作为中介目标的货币总量M2与最终目标的关系遭到弱化。钱小安(2000)指出我国M2的统计方法上遗漏在进一步开放后的不良影响。张颖(2003)认为随着市场化改革的进展,中国货币供给的内生性会加强,中央银行无法有效的控制货币供给。范从来(2003)从开放经济条件下,工资-价格自动调整机制的变化和市场信息不对称入手分析,得出货币政策对产出的影响能力随经济开放度的提高而减弱,对价格的影响能力随经济开放度提高而增强的结论。第三,货币政策操作目标面临改进,因为金融创新促使准备金总量与M2之间关系的稳定性趋弱,货币政策传导机制复杂化。第四,钱小安(2000)从利率管理效率降低,准备金制度约束减弱和货币政策外在约束加强等方面说明开放条件下我国货币政策工具有效性的下降。

## 三、韩国经验对我国的借鉴作用

### (一) 货币政策的独立性问题

为了尽可能有效的利用外资发展本国经济,韩国从1961年到1980年对外汇交易实行严格的管制,这段期间韩元是盯住美元的。80年开始,韩元开始盯住一篮子货币,并对某些经常帐户和资本帐户的交易实行自由化。1990年开始,韩元与美元之间的汇率开始由银行间的供需决定,但是每日的波动被限制在一定的区域内。1997年货币危机爆发,韩国在IMF的帮助下,加紧资本帐户的自由化,1997年12月建立了浮动汇率体系。期间,20世纪70年早期和80年代后期,韩国都出现过经常项目的盈余,韩国通过提高准备金率来应对外汇渠道引发的货币供给扩张压力。对我国来讲,强制性的结售汇制使我国通过外汇渠道产生的货币供给的比重一直很大,成为我国货币供给内生性观点的有利论据。我国是一个大国,货币政策的

独立性对我国来讲更显重要。克鲁格曼提出的“三元悖论”告诉我们,在资本自由流动的前提下,货币政策独立性和浮动汇率制只能取其一。虽然,邓乐平,冯用富(2002)提出不同的观点,认为由于货币替代的存在,即使我国采取更具弹性汇率制度,货币政策的独立性仍然会被大大削弱。冯用富(2001)从汇率的易变性根源角度,论证在中国金融进一步开放的背景下,不宜选择浮动汇率制。但是,韩国的货币危机(包括泰国和阿根廷在资本项目开放下,坚持固定汇率制的经验教训)告诉我们,在资本自由流动下,固定汇率制是危险的。事实上,资本项目的开放是一个渐进的过程,1990年以来,世界上大多数国家包括韩国都加快了资本项目的开放,但迄今为止,大多数发达国家和发展中国家对资本项目仍然存在不同程度的限制,这对我国来讲也不例外。因此,浮动的汇率制度建设也是一个渐进的过程,问题是我们应该如何作好这个过渡并完善浮动汇率有效运行的条件,如货币市场的完善、健全的金融监管体系和对市场信号反映灵敏的企业体系等。韩国的自由浮动汇率制度的建设可以说是迅速的,但这是货币危机来临后的一种被迫选择,其代价是巨大的。因此,对于中国来讲,管理浮动或汇率目标区作为过渡,最终实现自由浮动,以保证资本项目开放下货币政策独立性的途径是一种选择。

### (二)货币中介目标的转化问题

韩国的中介目标经历了 M1、M2、MCT 和核心通货膨胀四个阶段,实现了货币总量中介目标到通货膨胀中介目标的转化。我国从 1996 年开始正式将货币供应量 M2 作为我国的货币政策中介目标,但其有效性一直遭到人们的质疑。夏斌,廖强(2001)认为决定基础货币、货币乘数以及货币流通速度的因素众多又不易预测和控制,决定了货币供应量与物价、经济增长之间的关系及为复杂。金融市场的不断发展和创新使得货币需求和供给函数都非常不稳定,几年来货币政策的实践表明,货币供应量作为中介目标的有效性不如人意。据此,他们还提出了建立通货膨胀目标下的货币政策框架。我们可以肯定的是,在经济进一步开放的过程中,货币总量中介目标的有效性必将遭到侵蚀,但是否应该转向通货膨胀目标区的可行性和必要性并没有得到充分的论证,事实上,不少学者仍然坚持货币总量作为中介目标是现阶段的合理选择(范恒森,2002)。韩国在 20 世纪 80 年代就认识到货币总量中介目标效率的下降问题,但由于利率市场化的改

革步伐缓慢和金融创新度较低,一来无法促使其实现从总量调控向价格调控的转变,二来货币总量中介目标与价格仍有相对稳定的关系,所以,以货币总量为中介目标一直持续到金融危机爆发后。而且,韩国在从 MCT 到核心通货膨胀目标转化的过程中,有一个 M3 和通货膨胀目标共同存在的时期,使得个人和企业有一个适应过程,以减少公众的不当预期造成的不良影响。这给中国的启示是:在利率自由化程度较低和金融创新较不活跃的时期,货币总量的中介目标仍然可取,但却要加强利率的市场化进程。即使到了要放弃货币总量中介目标的阶段,一个合理的过渡缓冲也是非常必要的,它能减少不必要的动荡。

### (三)操作目标的选择问题

在以货币总量作为中介目标时候,韩国用的操作目标是准备金;当以核心通货膨胀作为其中介目标后,其操作目标逐渐过渡到隔夜回购利率。如同图 1 所示,操作目标到中介目标是一个传导机制作用过程,而从中介目标到操作目标则是一个信息反馈过程。在中介目标既定的前提下,我们的任务就是要找到一个与其有较为稳定关系的操作目标,通过货币政策的传导机制对其施加影响,将其控制在目标区域内。货币政策传导机制(Monetary Transmission Mechanism)存在两种主流观点:一是金融市场观(financial market price view),强调货币政策对金融资产价格和回报率的影响,如债券价格,利率和汇率(Taylor,1995);二是信贷观点(credit view),强调银行信贷和金融中介在货币政策中的作用(Bernanke, Ben and Mark Gertler,1995)。显然,以准备金作为操作目标影响货币总量是信贷观点的应用;以隔夜回购利率作为操作目标影响核心通货膨胀率是金融市场观的应用。但是,以利率作为操作目标,要求有一个较为完善的金融市场,特别是货币市场,同时也要求企业有较为敏感的利率反映。1997 年韩国货币危机爆发前,关于以利率作为操作目标的讨论就有存在,主流观点是时机不成熟,但韩国的利率自由化从 20 世纪 80 年代就开始有步骤的进行,只是货币危机爆发后,韩国才加速进行,并实现操作目标从准备金到隔夜回购利率的转化。对中国而言,中国的利率自由化才刚刚起步,企业的直接融资有限,间接融资占主要地位,这决定了货币政策的传导主要靠银行体系。因此,通过影响银行准备金总额实现对货币总量的调控是现实的选择。但是,在经济进一步开放的过程中,货

币政策传导机制趋于复杂化,准备金与货币总量的关系不稳定性也必然加强。“长期来看,货币市场利率将成为中国央行公开市场操作的目标,这个过程将是渐行渐近的”(戴根有,2003)。在这个渐进的过程中,韩国的经验告诉我们,操作目标向利率的转化必然要加快利率的自由化进程,增加融资渠道,提高居民和企业对利率的敏感性。

#### (四) 货币政策工具的应用问题

韩国的货币政策工具走过了直接的信贷控制为主、准备金率为主和公开市场操作为主的三个阶段。现在,直接信贷控制和准备金率已经淡出舞台,公开市场操作逐渐在货币政策工具中占据主导地位。公开市场操作以其主动性、灵活性和微调性得到多数发达国家的重视,并且操作目标多数是短期利率水平,而我国先阶段公开市场操作无法将市场利率作为操作目标,但只能是调控金融机构的流动性水平(戴根有,2003)。黄宪、赵伟(2003)对中美公开市场进行比较分析,得出我国公开市场国债规模不足,国债持有者结构以个人为主,央行持有国债资产存在期限结构不合理,国债交易市场缺乏应有的深度和弹性的结论。韩国公开市场建设的经验表明,公开市场交易证券的规模、合理的证券期限结构及竞价机制在促进公开市场交易的活跃上重要性。解决债券规模不足和期限结构不合理的方法可借鉴韩国由中央银行发行以货币政策操作的为主要目的的债券,这能增加中央银行在货币操作上的自主性。在活跃国债市场的交易上,一个公开公平公正的竞价机制及参与主体有较强的利率敏感性是相当重要的。

#### 四、小结

货币政策体系的各个阶段并非截然分开的,从政策工具的选择到政策目标的实现是一个政策意图的传导过程,而政策目标实现效率则是向前反馈中介目标的选择是否有效,操作目标是否合理,操作工具是否适当的问题。韩国货币政策体系的演化过程也就是这些问题的反馈和解决的过程。与中国不同的是,韩国受到亚洲金融危机的影响较大,并在危机发生后加速了货币体系的改革步伐,但这是以危机前一系列的金融自由化措施为基础的。中国入世后,经济的进一步开放使得货币政策的环境发生了变化,必然要求货币政策体系的改革,特别是适时实现货币政策从总量

调控到价格调控的转化。在韩国货币政策体系各个组成部分的演化进程中,我们看到利率自由化在货币政策传导机制转化过程中的重要性,特别是以价格调控为主的政策体系。因此,在利率机制无法很好发挥的现阶段,货币政策现实选择应该是对货币总量,但是在 M2 逐渐失效的情况下,可对货币总量指标进行适当的调整,寻找更为有效货币总量中介目标,同时加强利率的自由化进程,加强公开市场的假设,为经济进一步开放后货币政策体系的改革作好条件准备。□

(责任编辑:孟学聪)

#### 参考文献:

1. 钱小安:“金融开放条件下的货币政策框架”,《中国金融》2000 年第 9 期。
2. 冯用富:“浮动汇率制的缺席及其对中国金融进一步开放的启示”,《世界经济》2001 年第 4 期。
3. 夏斌、廖强:“货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标”,《经济研究》2001 年第 8 期。
4. 邓乐平、冯用富、晋重文:“浮动汇率制度下货币政策的独立性”,《金融研究》2002 年第 3 期。
5. 范恒森:“货币政策中介目标的选择:国际经验及启示”,《财贸经济》2002 年第 8 期。
5. 戴根有:“中国央行公开市场业务操作实践和经验”,《金融研究》2003 年第 1 期。
6. 张颖:“内生货币供给下的中国货币政策传导机制”,《南开经济研究》2003 年第 5 期。
7. 黄宪、赵伟:“中美公开市场业务运行基础的比较分析”,《金融研究》2003 年第 5 期。
8. 范从来、廖晓萍:“开放经济下货币政策的有效性研究”,《当代财经》2003 年第 7 期。
9. Taylor,《The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework》,《Journal of Economic Perspectives》, [J] 1995, vol.9, NO.4, pp.11-26.
10. Bernanke, Ben and Mark Gertler,《Inside the Black Box: The Credit Channel of the Monetary Policy Transmission》,《Journal of Economic Perspectives》, [J], 1995, Vol.9, No.4, pp.27-48.
11. Qiao Yu,《Economic Fluctuation, Macro Control, and Monetary Policy in the Transitional Chinese Economy》,《Journal of comparative economics》, [J], 1997.